

# De vermogensbeheerketen is een bestuursvraagstuk

Juni 2026

## Waarom de inrichting van fiduciair beheer, administratie, bewaarneming en monitoring onder de WTP niet alleen een uitvoeringskeuze is, maar een kernonderdeel van pensioenfondsgovernance

Robert Picauly

Externe Docent Finance, Universiteit van Amsterdam

Voormalig Director Strategy Development, NN Investment Partners

Gespecialiseerd in pensioen governance en lange-termijn kapitaal investeringen

**Onder de Wet toekomst pensioenen wordt de governance van vermogensbeheer niet langer alleen bepaald door de vraag wie welke taak uitvoert, maar door de mate waarin het pensioenfondsbestuur regie, tegenmacht en uitlegbaarheid organiseert binnen de gehele vermogensbeheerketen.**

### Inleiding

In de mei-serie stond centraal dat goed pensioenbestuur onder de Wet toekomst pensioenen vraagt om expliciete besluitvorming onder onzekerheid.

Robuuste besluitvorming ontstaat niet doordat onzekerheid verdwijnt, maar doordat aannames, scenario's, belangen en risico's zichtbaar worden gemaakt. Vervolgens is vastgesteld dat uitvoerbaarheid geen operationeel sluitstuk is, maar onderdeel van governance zelf. Daarna is betoogd dat monitoring de voortzetting van besluitvorming vormt, omdat besluiten onder veranderende omstandigheden voortdurend opnieuw getoetst moeten worden. Scenario-denken vormt daarbij het kader waarbinnen onzekerheid bestuurlijk bespreekbaar wordt.

De logische vervolgvraag is nu: wat betekent dit voor de governance van de vermogensbeheerketen?

Onder het oude pensioenstelsel kon vermogensbeheergovernance relatief vaak worden benaderd als een inrichtingsvraagstuk: welke partij beheert de portefeuille, wie voert de administratie, wie bewaart de beleggingen en wie rapporteert aan bestuur en beleggingsadviescommissie?

Onder de WTP verandert die vraag van karakter.

De verbinding tussen pensioenadministratie, beleggingsadministratie, fiduciair beheer, risicomanagement en deelnemersuitkomsten wordt nauwer. Rendementen werken directer door in persoonlijke pensioenvermogens. Lifecycle-inrichting, risicohouding, solidariteitsreserve, renteafdekking en asset allocatie vragen om frequente afstemming tussen meerdere partijen.

Daarmee wordt de vermogensbeheerketen niet alleen een uitvoeringsketen, maar een governanceketen.

De centrale vraag is niet langer alleen:  
wie voert welke taak uit?

Maar vooral:

hoe houdt het bestuur voldoende regie over een complexe keten waarin uitbesteding, belangen, data, risico en deelnemersuitkomsten samenkomen?

## Bestuurlijke kern

De bestuurlijke kern van vermogensbeheergovernance ligt in de verdeling van verantwoordelijkheid binnen de keten.

Pensioenfondsen besteden in de praktijk vaak belangrijke onderdelen van het vermogensbeheer uit. Operationeel vermogensbeheer, bewaarneming, beleggingsadministratie en soms ook de centrale aansturing van de portefeuille liggen bij externe partijen. Dat kan logisch en efficiënt zijn. Het biedt toegang tot specialistische kennis, systemen, schaalvoordelen en operationele capaciteit.

Maar uitbesteding verandert niets aan de eindverantwoordelijkheid van het pensioenfondsbestuur.

Juist onder de WTP wordt die eindverantwoordelijkheid zichtbaarder. De keuzes in de vermogensbeheerketen raken immers direct aan:

- deelnemersuitkomsten;
- risicohouding;
- koopkrachtontwikkeling;
- lifecycle-effecten;
- operationele beheersbaarheid;
- en uitlegbaarheid richting deelnemers, werkgevers en toezichthouders.

Daarmee ontstaat een centrale governancevraag:

kan het bestuur voldoende zelfstandig beoordelen of de inrichting van de vermogensbeheerketen nog past bij de doelstellingen, risico's en deelnemersbelangen van het fonds?

Deze vraag wordt extra belangrijk wanneer meerdere functies bij één partij worden gebundeld.

Bundeling kan voordelen hebben. Minder overdrachtsmomenten, lagere kosten, efficiëntere processen en duidelijkere operationele aansturing kunnen bijdragen aan beheersbaarheid. Zeker voor kleinere pensioenfondsen kan standaardisatie noodzakelijk zijn om de uitvoering betaalbaar en werkbaar te houden.

Tegelijkertijd vergroot bundeling de noodzaak van countervailing power.

Wanneer advisering, uitvoering, monitoring en rapportage te dicht bij elkaar liggen, ontstaat het risico dat kritische toetsing verzwakt. Bijvoorbeeld wanneer een fiduciair manager ook eigen beleggingsoplossingen aanbiedt, of wanneer rapportages onvoldoende onafhankelijk worden gespiegeld aan de oorspronkelijke bestuurlijke doelstellingen.

Daarmee wordt functiescheiding niet alleen een operationeel principe, maar een governance-instrument.

Het gaat niet om wantrouwen richting uitbestedingspartijen. Het gaat om bestuurlijke helderheid.

Wie adviseert?

Wie voert uit?

Wie monitort?

Wie rapporteert?

Wie stelt kritische vragen namens het bestuur?

En waar ontstaat voldoende onafhankelijke tegenkracht?

Onder de WTP wordt deze tegenkracht belangrijker, omdat de gevolgen van keuzes directer zichtbaar worden in deelnemersuitkomsten.

## **Positie van slapers**

Voor slapers is de governance van de vermogensbeheerketen bijzonder relevant.

Slapers dragen volledig de uitkomsten van het pensioenfonds, maar zijn in de bestuurlijke dynamiek vaak minder zichtbaar dan actieve deelnemers, gepensioneerden, werkgevers en sociale partners. Juist daarom is het van belang dat hun belangen niet alleen formeel worden meegenomen, maar ook zichtbaar doorwerken in de inrichting en monitoring van het vermogensbeheer.

Besluiten over de vermogensbeheerketen raken slapers op verschillende manieren.

Ten eerste via de strategische asset allocatie. De gekozen verdeling tussen zakelijke waarden, vastrentende waarden, illiquide beleggingen, renteafdekking en eventuele impactportefeuilles beïnvloedt de verwachte pensioenuitkomst en de gevoeligheid voor economische scenario's.

Ten tweede via lifecycle-inrichting. De wijze waarop risico wordt afgebouwd over leeftijden en cohorten bepaalt mede hoeveel beleggingsrisico verschillende groepen blijven dragen.

Ten derde via kosten en uitvoeringscomplexiteit. Extra kostenlagen in de keten kunnen over lange tijd materieel doorwerken in netto deelnemersuitkomsten. Dat geldt ook voor slapers, die niet meer actief premie opbouwen maar wel afhankelijk blijven van het beheer van hun opgebouwde pensioenvermogen.

Ten vierde via monitoring en rapportage. Wanneer rapportages vooral technisch zijn ingericht, kan uit beeld raken wat de feitelijke ontwikkeling is van koopkracht, risico en uitkomsten voor verschillende deelnemersgroepen.

Daarom is vermogensbeheergovernance voor slapers geen abstract organisatiemodel.

Het is een vraagstuk van vertegenwoordiging, uitlegbaarheid en legitimiteit.

Een bestuur moet kunnen uitleggen waarom de gekozen keteninrichting niet alleen efficiënt is, maar ook voldoende waarborgen bevat om de belangen van minder zichtbare groepen te beschermen.

## **Rol van werkgevers**

Ook werkgevers hebben een direct belang bij de governance van de vermogensbeheerketen.

Pensioen is onderdeel van het arbeidsvoorwaardenpakket. Werkgevers hebben belang bij een regeling die betaalbaar, stabiel, uitlegbaar en uitvoerbaar blijft. Onder de WTP wordt dit belang groter, omdat de relatie tussen premie, risico, rendement en pensioenuitkomst zichtbaarder wordt.

Werkgevers worden geraakt wanneer de vermogensbeheerketen onvoldoende beheersbaar is.

Een te complexe keten kan leiden tot hogere kosten, moeilijker communicatie, tragere besluitvorming en grotere operationele risico's. Een te sterk gestandaardiseerde keten kan daarentegen de ruimte beperken om

specifieke fondsdoelstellingen, deelnemerskenmerken of arbeidsvoorwaardelijke afspraken goed te vertalen naar beleid.

Daarmee ontstaat ook voor werkgevers een governancevraag:

biedt de gekozen inrichting voldoende balans tussen kostenbeheersing, uitvoerbaarheid, risicobeheersing en inhoudelijke kwaliteit?

Werkgevers hebben bovendien belang bij uitlegbaarheid richting werknemers.

Wanneer pensioenuitkomsten sterker meebewegen met markten, inflatie en economische scenario's, wordt het belangrijk dat werkgevers kunnen uitleggen waarom bepaalde keuzes zijn gemaakt. Dat vraagt om een vermogensbeheerketen waarin beleid, uitvoering en communicatie op elkaar aansluiten.

De werkgever is daarmee niet alleen financier of contractpartij, maar structurele stakeholder in een governanceketen waarin pensioenuitkomsten, arbeidsvoorwaarden en vertrouwen met elkaar verbonden zijn.

## **Implicatie voor beleggingsbeleid**

De governance van de vermogensbeheerketen wordt uiteindelijk concreet in het beleggingsbeleid.

Strategische asset allocatie is onder de WTP geen puur technisch optimalisatievraagstuk. Zij vormt de praktische vertaling van bestuurlijke aannames over rendement, rente, inflatie, volatiliteit, liquiditeit en risicodraagvlak.

Daarom moet het bestuur niet alleen beoordelen welke allocatie financieel aantrekkelijk lijkt, maar ook of de gekozen keteninrichting deze allocatie verantwoord kan dragen.

Complexere beleggingen kunnen inhoudelijk verdedigbaar zijn. Private markets, infrastructuur, vastgoed, impactbeleggingen en gespecialiseerde LDI-oplossingen kunnen bijdragen aan rendement, spreiding, inflatiegevoeligheid of maatschappelijke doelstellingen.

Maar zij brengen ook governancevragen mee:

- beschikt het fonds over voldoende expertise om deze beleggingen te beoordelen?
- is de rapportage onafhankelijk en begrijpelijk genoeg?
- zijn waarderingen, liquiditeit en kosten voldoende inzichtelijk?
- past de complexiteit bij de schaal van het fonds?
- is duidelijk wie verantwoordelijk is voor monitoring?
- en kan het bestuur de keuze uitleggen in termen van deelnemersuitkomsten?

Voor BAC-leden en bestuurders betekent dit dat vermogensbeheer niet alleen moet worden beoordeeld op performance, benchmark en kosten.

De bredere vraag is of het bestuur voldoende zicht houdt op de gehele keten waarbinnen beleggingsbeleid wordt ontworpen, uitgevoerd, gemonitord en verantwoord.

Daarbij hoort ook de vraag of specialistische onderwerpen, zoals ESG-integratie en impactbeleggen, voldoende onafhankelijk worden beoordeeld.

Impactbeleggen vraagt bijvoorbeeld niet alleen goede intenties, maar ook een robuuste beoordeling van risico, rendement, liquiditeit, meetbaarheid en bijdrage aan fondsdoelstellingen. Wanneer deze expertise onvoldoende aanwezig is binnen de bestaande fiduciaire structuur, kan modulaire inzet van specialisten logisch zijn.

Maar ook modulariteit vraagt governance.

Meer partijen betekent meer overdrachtsmomenten, meer afstemming, meer rapportagelijnen en meer verantwoordelijkheid voor integratie.

Daarmee bestaat er geen eenvoudige voorkeursoplossing.

Bundeling kan efficiënt zijn.

Scheiding kan tegenmacht versterken.

Modulariteit kan inhoudelijke kwaliteit verhogen.

Maar iedere keuze vraagt om expliciete bestuurlijke afweging.

## Naar expliciete ketenregie

Het nieuwe pensioenstelsel vraagt daarom om expliciete ketenregie.

Niet omdat pensioenfondsbesturen alles zelf moeten doen, maar omdat zij moeten kunnen uitleggen waarom de gekozen verdeling van rollen, taken en verantwoordelijkheden passend is.

Daarmee verschuift governance van:

“hebben wij de juiste partij geselecteerd?”

naar:

“hebben wij de juiste keten ingericht om onze bestuurlijke verantwoordelijkheid waar te maken?”

Die verschuiving vraagt om een ander gesprek in bestuur en BAC.

Niet alleen:

- welke manager presteert goed?
- welke kosten zijn acceptabel?
- welke rapportage ontvangen wij?

Maar ook:

- waar ligt de feitelijke regie?
- waar ontstaat onafhankelijke tegenkracht?
- welke aannames dragen de portefeuille?
- hoe worden afwijkingen gesignaleerd?
- wie toetst de kwaliteit van data en rapportage?
- en hoe worden deelnemersuitkomsten verbonden aan beleggingsbesluiten?

Onder de WTP wordt ketenregie daarmee onderdeel van bestuurlijke legitimiteit.

Een pensioenfondsbestuur hoeft niet alle specialistische kennis zelf in huis te hebben. Maar het moet wel voldoende deskundigheid, structuur en tegenmacht organiseren om uitbesteding beheerst te houden.

## Conclusie

De governance van de vermogensbeheerketen is onder de Wet toekomst pensioenen geen historisch gegroeid organisatiemodel dat slechts periodiek wordt geëvalueerd.

Zij wordt een expliciete bestuurlijke keuze.

De kwaliteit van pensioenbestuur wordt mede bepaald door de mate waarin fondsen:

- regie houden over uitbesteding;
- voldoende countervailing power organiseren;
- functiescheiding en bundeling bewust afwegen;
- kosten, complexiteit en uitvoerbaarheid expliciet maken;
- en beleggingsbeleid verbinden met deelnemersuitkomsten.

Daarmee wordt de vermogensbeheerketen zelf onderdeel van de evenwichtige belangenafweging.

Goed pensioenbestuur betekent niet dat alles intern moet worden uitgevoerd. Het betekent wel dat het bestuur zichtbaar verantwoordelijkheid neemt voor de inrichting van de keten waarbinnen risico, rendement, kosten en koopkracht uiteindelijk worden vertaald naar deelnemersuitkomsten.

Onder de WTP is vermogensbeheergovernance daarom geen uitvoeringsdetail.

Het is een bestuursvraagstuk.

Robert Picauly

Pensioen governance en lange-termijn kapitaal investeringen

[www.pensioengovernancepro.nl](http://www.pensioengovernancepro.nl)

## Bronnen en denkkader

- DNB – guidance uitbesteding, risicobeheer en WTP-transitie
- CPB – analyses Wet toekomst pensioenen en deelnemersuitkomsten
- Netspar – lifecycle beleggen, governance en risicodeling
- OECD – pension fund governance and risk management principles
- Montae & Partners – Toekomstbestendige governance van vermogensbeheer